

мальності береться мінімум загальної трудомісткості при виконанні робіт на всіх ділянках.

Цю задачу можна звести до задачі лінійного програмування про призначення. При розв'язанні задачі, коли за критерій оптимальності береться максимум прибутку, для отримання оптимального значення необхідно зробити перетворення вихідної матриці. Елементи перетвореної матриці отримують за різницею між максимальним значенням елемента вихідної матриці і значеннями елементів оціночної матриці.

Застосування економіко-математичних методів дозволяє підвищити ефективність використання будівельних кранів завдяки одержанню оптимальних або близьких до них значень.

І.Аков Р., Сасиени М. Основы исследования операций. – М., 1971.

Отримано 12.02.2001

ББК 65.9(2)26

А.В.ВАСИЛЬЕВ, канд. экон. наук

Харьковская государственная академия городского хозяйства

ВОЗМОЖНОСТИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ОРГАНИЗАТОРОВ ТОРГОВ ПРИ РЕАЛИЗАЦИИ АКТИВОВ ДОЛЖНИКА

Рассматривается последовательность процедуры реализации активов банкрота, выраженных в ценных бумагах. Приведены практические мероприятия по оценке стоимости ценных бумаг, находящихся в собственности должника.

В соответствии с Законом Украины "О восстановлении платежеспособности должника или признании его банкротом" продажа имущества должника осуществляется ликвидатором (или при санации – управляющим санацией) исключительно на конкурентных условиях, по конкурсу или на аукционе. При этом продажа ценных бумаг, которые принадлежат банкроту на правах собственности, может проводиться при участии организаторов торгов по ценным бумагам – фондовых бирж или торгово-информационных систем.

Активы банкрота в ценных бумагах подлежат анализу как с точки зрения категорий фондовых инструментов (долевые, долговые, производные), так и иных количественных и качественных характеристик, позволяющих идентифицировать фондовые инструменты по уровню обращения, срочности, доходности, инвестиционной привлекательности, надежности и ликвидности. Фондовые активы банкрота также необходимо классифицировать по ценовым критериям, уровню обеспечения и взаимных обязательств (для долговых ценных бумаг). Экспертизу фондовых инструментов банкрота нужно проводить на

основании балансовой стоимости ценных бумаг (цены приобретения), текущей их рыночной стоимости (при условии официального котирования на фондовой бирже), анализа сделок с этими ценными бумагами в торгово-информационных системах или котировок неорганизованного фондового рынка, текущей стоимости "макулатурных" ценных бумаг.

В общем виде последовательность процедуры реализации активов должника, выраженных в ценных бумагах, при участии организаторов торгов по этим бумагам включает следующие этапы:

1. *Определение состава ценных бумаг, подлежащих реализации.* Такой состав устанавливается по данным бухгалтерского учета и первичных документов, на основании которых приобретались ценные бумаги, с указанием цены приобретения, номинальной стоимости, доли в уставном фонде (для акций), начисленных процентов и периодичности их выплат (для облигаций), срока погашения (для долговых ценных бумаг). При анализе состава фондовых инструментов нужно выполнить группировку ценных бумаг с точки зрения их инвестиционной привлекательности, ликвидности, реального спроса на фондовом рынке в текущем периоде. Необходимо также разграничить источники средств для приобретения ценных бумаг (денежные средства, приватизационные средства).

2. *Определение потенциальной (первоначальной) цены на реализуемые ценные бумаги.* Такое мероприятие нужно проводить в соответствии с «Методикой оценки чистых активов», используемой при оценке активов инвестиционных фондов и взаимных фондов инвестиционных компаний, с учетом особенностей банкрота. Так, если предприятие не является профессиональным участником рынка ценных бумаг, то можно использовать упрощенную систему определения активов в ценных бумагах посредством составления информационно-аналитических таблиц, характеризующих приобретенные акции (количество, доля в уставном фонде, номинальная, балансовая и рыночная стоимость), количественные и качественные параметры долговых ценных бумаг (облигации, сберегательные сертификаты, вексели).

3. *Определение обязательств по ценным бумагам.* Обязательства по фондовым инструментам предусматривают установление начисленных (но не выплаченных) дивидендов по акциям (инвестиционным сертификатам инвестиционных фондов или взаимных фондов инвестиционных компаний), начисленных процентов по облигациям (сберегательным сертификатам банков), сроков предъявления векселей. Такие обязательства должны группироваться в зависимости от сроков наступления платежей, возможности получения средств ранее объяв-

ленного срока (например, по сберегательным сертификатам до востребования), надежности эмитента. Отдельной группой следует рассматривать наложенные ограничения на ценные бумаги банкрота в части залоговых обязательств, ареста ценных бумаг, других правовых ограничений.

4. *Определение организатора торгов и заключение соответствующего соглашения.* При проведении операций, связанных с реализацией ценных бумаг должника, необходимо ответственно подойти к выбору организатора торгов и фондового оператора (торговца ценными бумагами), которые непосредственно участвуют в заключении сделок с ценными бумагами. Такие организаторы торгов должны отвечать критериям, устанавливаемым Государственной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку для профессиональных участников рынка ценных бумаг, иметь достаточный опыт в проведении подобных операций, наработки в отраслевой специфике должника, широкий банк данных потенциальных инвесторов реализуемых активов.

5. *Проведение продажи ценных бумаг и расчета с участниками торгов.* Реализация активов должника, выраженных в ценных бумагах, должна осуществляться по Правилам фондовой биржи (торгово-информационной системы), с которой заключено соответствующее соглашение. Важную роль при проведении торгов играют предварительное уведомление потенциальных покупателей, анализ спроса и предложения на фондовые инструменты, мониторинг изменения цен.

6. *Распределение средств от реализации ценных бумаг.* Распределение средств от реализации активов банкрота в ценных бумагах проводится в соответствии с Законом Украины «О восстановлении платежеспособности должника или признании его банкротом» в очередности, устанавливаемой соответствующим уполномоченным лицом (управляющим санацией, ликвидатором).

Практические мероприятия по оценке стоимости ценных бумаг, находящихся в собственности банкрота, следует начинать с составления информационно-аналитических таблиц, отражающих наименование ценных бумаг, реквизиты реестродержателей (номинальных держателей ценных бумаг), количество ценных бумаг, вид их стоимости, существующие отягощения и информацию о потенциальных покупателях. Это необходимо для мониторинга интереса к ценным бумагам банкрота, возможности ускорения их реализации или проведения расчетов ценными бумагами с кредиторами по залоговым обязательствам. При реализации ценных бумаг, находящихся в собственности банкрота, нужно также сосредоточить внимание на таких задачах:

1. Определить накладные расходы по реализации (затраты на переоформление прав собственности, отчисления организатору торгов) и выбрать наиболее оптимальные (в ряде случаев имеет смысл провести обездвиживание ценных бумаг у хранителя, так как затраты на переоформление прав собственности при этом могут значительно сократиться).

2. Провести анализ владельцев акций АО (при открытости информации) с целью выяснения потенциальных держателей контрольных (или блокирующих) пакетов акций, потенциальных покупателей, портфельных инвесторов. Это позволит сосредоточить адресное предложение акций конкретным покупателям и провести информационную подготовку торгов.

3. Осуществить экспертизу отягощений по ценным бумагам с целью выяснения их обоснованности и достоверности. Такая экспертиза должна предусматривать возможность реализации активов в ценных бумагах при условии расчета денежными средствами за заложенное имущество, в случае адекватности проведения таких сделок.

Пример расчета активов в ценных бумагах приведен в таблице.

Расчет активов должника в долевых ценных бумагах

Долевые активы в ценных бумагах	Форма выпуска	Реквизиты реестродержателя (хранителя, номинального держателя)	Кол-во	% в уставном фонде	Номинальная стоимость	Балансовая стоимость (за 1 А)	Рыночная стоимость	Отягощение	Примечания
1.Акции АО "1"	именные, докум.	ООО "Содружество"	100000	25,1	0,25	0,2	0,25	в залоге	Есть потенц. покупатель
2.Акции АО "2"	именные, без докум.	АКБ "УСБ"	5000	0,3	0,05	0,1	0,05	—	
3.Акции АО "3"	на предъявителя	—	5000	4,2	0,25	0,02	0,02	—	
4.ИС ИФ "1"	именные, докум.	ООО "Содействие"	2000	—	10,0	10,0	11,0	—	

При определении рыночной стоимости ценных бумаг в нашем примере можно сделать такие выводы:

1. Акции АО "1" являются наиболее инвестиционно-привлекательными.

Это связано с тем, что предприятие-банкрот владеет блокирующим (более 25%) пакетом акций эмитента. Именно такие акции чаще всего являются залого-ликвидными под определенные финансово-материальные обязательства. Определение рыночной цены по этим акциям возможно:

- по текущим котировкам на организованном фондовом рынке (с учетом размера продаваемых пакетов);
- по интересу инвесторов (других акционеров данного эмитента) на укрупнение собственных пакетов акций;
- по залоговой стоимости, определенной по соотношению к принятым финансовым (материальным) ресурсам экспертным путем или по котировкам фондового рынка.

На стоимость пакета акций АО "1" может также влиять желание акционеров проводить очередную эмиссию акций, которая, как известно, предусматривает продажу акций по цене не ниже номинала, а владелец блокирующего пакета как раз реально влияет на процедуру проведения эмиссии.

2. Акции АО "2" имеют рыночную стоимость ниже балансовой (т.е. цены приобретения) и при реализации, соответственно, принесут убыток. В нашем примере размер убытка составляет 50% цены приобретения, хотя на развитом рынке ценных бумаг для его профессиональных участников размер убытка обычно не превышает 5-10% за исключением "черных дней" фондового кризиса. На неустойчивом и низколиквидном украинском рынке ценных бумаг колебания цен на фондовые инструменты могут быть значительными по факторам, связанным с консолидацией одним инвестором пакетов акций небольшого АО до контрольного, жесткой спекулятивной игрой участников фондового рынка на понижение, отсутствием средств инвесторов на поддержание фондовых индексов. При этом возможно падение цен на фондовые инструменты практически до "нуля", вызванное в первую очередь тем, что большинство участников фондового рынка приобретали акции за приватизационные средства (по своеобразному принуждению) по значительно завышенным ценам, не отвечающим реальному спросу на эти акции и инвестиционной значимости эмитента.

3. Акции АО "3" в нашем примере приобретались по бросовым ценам и имеют рыночную стоимость "макулатурных" ценных бумаг. У цен на "бросовые" акции также есть свой рынок и динамика его изменения. Такой рынок формируется стихийно, в зависимости от выброса "дешевых" акций на фондовые площадки (в первую очередь в процессе приватизации) и спроса на такие акции, желания участников фондового рынка проводить специфические операции (например, форми-

рование уставных фондов предприятий "дугими" активами). На стоимость "макулатурных" ценных бумаг влияют государственное регулирование минимальных цен на акции приватизируемых предприятий, размер предлагаемого пакета, условия перерегистрации права собственности на ценные бумаги (затраты на которые могут составлять существенную часть цены таких акций). Владея информацией о текущей стоимости "бросовых" акций, обычно можно корректировать собственный портфель ценных бумаг, с учетом цен на акции, не имеющих в настоящий момент спроса.

Динамика изменения цен "бросовых" акций в последнее время имеет устойчивую тенденцию к повышению, вызванную как окончанием приватизационных процессов и соответственно уменьшением выброса таких акций на фондовый рынок, так и повышением спроса на осуществление определенных фондовых схем. Так, в 1997г., когда начал развиваться такой сегмент фондового рынка, стоимость «бросовой» акции номиналом 0,25 грн. составляла 0,005-0,007 грн. В 2000г. средняя цена такой акции находилась в пределах 0,015-0,02 грн.

4. Инвестиционные сертификаты инвестиционного фонда как долевые ценные бумаги имеют специфику обращения и, соответственно, определение рыночной стоимости в зависимости от вида фонда. Так, инвестиционные сертификаты закрытого инвестиционного фонда могут свободно покупаться-продаваться на рынке ценных бумаг и выкупаться фондом по стоимости чистых активов в период его закрытия (например, через 3-5 лет). Рыночная стоимость инвестиционных сертификатов закрытого фонда формируется на вторичном рынке ценных бумаг. При отсутствии котировок на такие сертификаты их рыночную цену можно устанавливать экспертным путем, на основании публикаций балансовых отчетов о деятельности инвестиционных фондов (при оптимальном сроке их закрытия) или принимать (при невозможности продажи) за цену макулатурных акций.

Инвестиционные сертификаты открытых инвестиционных фондов свободной купле-продаже не подлежат, но выкупаются фондом (по стоимости чистых активов) в период их предъявления. В отличие от закрытых фондов, рыночная стоимость таких сертификатов прямо зависит от текущей ситуации внутри открытого фонда (точнее от эффективности размещения его активов инвестиционным управляющим), так как инвестиционные сертификаты выкупаются по последней отчетной стоимости чистых активов, приходящихся на один сертификат. В нашем примере приведена рыночная стоимость инвестиционных сертификатов открытого фонда.

Получено 12.02.2001